

BAB V

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

5.1 Hasil penelitian

Berdasarkan pengolahan data dengan menggunakan *Statistical Product and Service Solution* (SPSS) 21, berikut ini merupakan hasil dari pengolahan data pada penelitian ini.

5.1.1 Hasil Uji Statistik Deskriptif

Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI mulai dari tahun 2010 hingga 2015. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 223 jumlah sampel (setelah mengeluarkan data yang bersifat *outlier*) yang berasal dari 61 perusahaan.

Tabel 5.1
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NCSKEW	223	-3.90021	2.60401	-.6944884	1.15445407
DUVOL	223	-.59247	.44584	-.0668059	.17584565
CSR	223	-.04348	1.00000	.5752454	.26644590
CTV	223	-2.96	.06	-1.0820	.77850
PR	223	-.02043	.02206	.0021137	.00761053
MB	223	.0135	1.8674	1.011721	.4371381
FS	223	.03147	.03810	.0349140	.00174416
STVOL	223	.00000	.11566	.0550970	.02056936
LEV	223	.03312	1.03249	.4937512	.20696068
ROA	223	-.0015	.0852	.048795	.0190022
EM	223	.04	.30	.2090	.04460
Valid N (listwise)	223				

(Sumber: hasil olah data, 2017)

Ukuran variabel CRASH ditentukan oleh 2 indikatornya yaitu NCSKEW dan DUVOL. Pada tabel statistik deskriptif dapat dilihat bahwa nilai minimum NCSKEW adalah -3.90021 (menunjukkan nilai resiko *crash* terkecil) dan nilai maksimumnya adalah 2.60401 (menunjukkan nilai resiko *crash* terbesar). Nilai rata-rata NCSKEW didapatkan sebesar -0.6944884 dengan standar deviasi 1.15445407. Nilai dibawah nol (-0.6944884) yang didapatkan pada nilai rata-rata NCSKEW menunjukkan bahwa sebagian besar harga saham pada perusahaan-perusahaan yang diteliti memiliki kecenderungan kecil untuk mengalami *crash* yang dipengaruhi oleh *third moment* atau keadaan dimana terdapat return mingguan yang ekstrim.

Variabel DUVOL, nilai minimum yang didapatkan adalah -0.59247 (menunjukkan nilai resiko *crash* terkecil) dengan nilai maximum 0.44584 (menunjukkan nilai resiko *crash* terbesar). Indikator DUVOL memiliki nilai rata-rata sebesar -0.0668059 dan standar deviasi sebesar 0.17584565. Nilai rata-rata DUVOL bernilai dibawah nol (-0.0668059) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur yang diteliti memiliki resiko *crash* sangat kecil jika tanpa dipengaruhi oleh *return* mingguan yang ekstrim pada harga saham mereka. Lebih rendahnya nilai rata-rata DUVOL daripada nilai NCSKEW menunjukkan bahwa ketika saham suatu perusahaan terpengaruh oleh *return* mingguan yang ekstrim, resiko *crash* akan semakin besar.

Variabel selanjutnya adalah CTV yaitu perubahan pada volume *trading* sebagai proxy dari intensitas perbedaan pendapat antar investor yang memiliki nilai minimum -2.96 dan maksimum 0.06. Standar deviasi yang dimiliki variabel CTV adalah sebesar 0.77850 dengan nilai rata-rata CTV bernilai -1.0820.

Nilai rata-rata yang berada dibawah nol menunjukkan rendahnya rata-rata perubahan pada volume *trade* tahunan. Hal tersebut dapat berarti bahwa intensitas perbedaan pendapat antar investor atas saham perusahaan tersebut rendah dan berpengaruh pada volatilitas dan likuiditas harga saham di pasaran.

Past return perusahaan digambarkan oleh variabel PR yang memiliki nilai terendah -0.02043 dan tertinggi 0.02206. Standar deviasi yang didapatkan adalah 0.00761053 dengan rata-rata 0.0021137. Berdasarkan nilai rata-rata dari variabel PR menunjukkan bahwa rata-rata *return* saham yang didapatkan oleh perusahaan cukup rendah yaitu hanya 0,2% rata-rata setiap periodenya.

Selanjutnya yaitu terdapat variabel MB yang mendeskripsikan *market-to-book ratio*, nilai minimum yang didapat adalah 0.0135 dan maksimumnya sebesar 1.8674. Nilai rata-rata MB yaitu sebesar 1.011721 dengan standar deviasi sebesar 0.4371381. Nilai rata-rata MB yang cukup besar menunjukkan sebagian perusahaan memiliki nilai *market-to-book ratio* yang cukup tinggi yang dapat menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan memiliki harga saham yang berada dalam rentang yang tinggi. Harga saham perusahaan yang tinggi dapat menunjukkan bahwa investor merasa optimis akan pertumbuhan perusahaan tersebut.

Ukuran perusahaan atau *firm size* diwakili oleh variabel FS, memiliki nilai terendah pada 0.03147 dan tertinggi pada 0.03810. Nilai rata-rata FS berada pada 0.0349140 dengan standar deviasi sebesar 0.00174416. Berdasarkan data tersebut, jika nilai minimal menggambarkan perusahaan kecil dan nilai maksimal menggambarkan perusahaan besar, maka dapat dilihat bahwa sebagian besar perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian ini cenderung merupakan perusahaan menengah atau *medium size*.

Volatilitas saham atau *stock volatility* diwakili oleh variabel STVOL. Pada statistic deskriptif ditunjukkan bahwa nilai terendah variabel STVOL adalah 0.00 dan tertingginya sebesar 0.11566. Nilai rata-rata yang diperoleh adalah sebesar 0.0550970 dengan standar deviasi sebesar 0.02056936. Berdasarkan nilai minimal dan maksimal STVOL, standar volatilitas saham perusahaan yang diteliti memiliki rentang antara 0% hingga 11.566% dengan nilai rata-rata sebesar 5.50970%, maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang diteliti memiliki tingkat volatilitas saham dalam batasan normal.

Leverage perusahaan diwakilkan oleh variabel LEV yang memiliki nilai minimal sebesar 0.03312 dan maksimal sebesar 1.03249. Nilai rata-rata yang didapatkan adalah 0.4937512 dengan standar deviasi sebesar 0.20696068. Berdasarkan nilai rata-rata yang didapatkan menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan masih memiliki perbandingan seimbang antara komposisi total hutang dan modalnya.

Selanjutnya terdapat Variabel ROA yang mencerminkan *return on asset*. Nilai minimum yang didapatkan adalah -0.015 dengan nilai maksimum 0.0852. Variabel ini memiliki nilai rata-rata 0.048795 dengan standar deviasi 0.0190022. Nilai rata-rata 0.048795 berarti perusahaan mampu menghasilkan laba bersih hingga 4.9% dari total asset perusahaan yang dipergunakan. Disamping itu, berdasarkan nilai minimum dan maksimum, nilai terkecil dari ROA yang dapat dihasilkan adalah -1,5% dan yang terbesar adalah 8.5%.

Terakhir, merupakan variabel manajemen laba yang diwakilkan oleh EM. Nilai minimal yang didapatkan adalah 0.04 dan nilai maksimal 0.30. Variabel ini memiliki nilai rata-rata 0.2090 dengan standar deviasi 0.04460. Nilai rata-rata aktual dikresioner yang didapatkan cenderung tinggi, ini menunjukkan bahwa perusahaan

manufaktur di Indonesia periode 2010 hingga 2015 melakukan tindakan manajemen laba dengan pola memaksimalkan labanya.

5.1.2 Hasil Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, dilakukan terlebih dahulu pengujian dengan uji asumsi klasik agar data dapat dikatakan andal dan penelitian yang akan dilakukan dapat dikatakan baik. Terdapat beberapa persyaratan yang harus dipenuhi dalam asumsi klasik, yaitu:

1. Normalitas

Pada analisis regresi linier, data yang digunakan harus terdistribusi normal. Jika variabel tidak terdistribusi secara normal, maka hasil uji statistik akan terdegradasi. Berikut merupakan pengujian hipotesis pada uji normalitas:

H_0 : Sebaran data terdistribusi normal ($\alpha > 0.05$)

H_a : Sebaran data tidak terdistribusi normal ($\alpha < 0.05$)

Berdasarkan uji Kolmogorov-Smirnov pada lampiran, diperoleh nilai signifikansi untuk variabel NCSKEW sebesar 0.083 dan untuk variabel DUVOL sebesar 0.351, dimana nilai kedua indikator variabel dependen CRASH tersebut lebih besar dari $\alpha = 0.05$. Dengan nilai signifikansi lebih besar dari $\alpha = 0.05$ maka H_0 diterima dan disimpulkan bahwa data terdistribusi normal (asumsi normalitas terpenuhi).

2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya masalah autokorelasi pada model. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji Durbin-Watson. Dalam uji Durbin-Watson terdapat uji autokorelasi positif dan uji autokorelasi negatif.

Berdasarkan hasil pengujian, didapatkan nilai Durbin-Watson untuk NCSKEW sebesar $dw=1.906$. Pada tabel Durbin-Watson untuk $\alpha= 5\%$, ditemukan $dU=1.885$ dan $4-dU= 2.115$, sehingga diperoleh $du < d < (4-du)$ yaitu $1.885 < 1.906 < 2.115$ yang berarti tidak terdapat autokorelasi positif maupun negatif. Dengan demikian dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi.

Pada DUVOL, nilai Durbin-Watson yang didapatkan sebesar $d= 2.009$. Berdasarkan tabel Durbin-Watson untuk $\alpha= 5\%$, ditemukan $dU= 1.885$ dan $4-dU= 2.115$, sehingga diperoleh $du < d < (4-du)$ yaitu $1.885 < 2.009 < 2.115$ yang berarti tidak terdapat autokorelasi positif maupun negatif. Dengan demikian dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi.

3. Uji Heterokedastisitas

Untuk pengujian heterokedastisitas, penelitian ini menggunakan uji Glejser yang mengusulkan untuk meregresi nilai absolute residual terhadap variabel independen. Jika nilai signifikansi antara variabel residual dengan variabel independen lebih dari 0.05 maka tidak terjadi masalah heterokedastisitas. Hasil uji Glejser pada variabel penelitian ini dapat dilihat pada tabel 5.2.

Tabel 5.2
Hasil Uji Heterokedastisitas

NCSKEW			DUVOL			Hasil
Model	T	Sig.	Model	T	Sig.	
CSR	.122	.903	CSR	.269	.789	Tidak Terdapat Heterokedastisitas
CTV	.410	.682	CTV	.098	.922	
PR	.782	.435	PR	-.116	.908	
MB	-.754	.452	MB	-1.710	.089	
FS	.190	.849	FS	1.182	.239	
STVOL	1.020	.309	STVOL	-.245	.807	
LEV	-.344	.731	LEV	.896	.371	
ROA	-.653	.515	ROA	1.003	.317	
EM	.327	.744	EM	-1.684	.094	

(Sumber: hasil olah data, 2017)

Berdasarkan tabel 5.2 dapat dilihat bahwa baik pada indikator NCSKEW maupun DUVOL nilai signifikansi absolute residual terhadap variabel independen dan variabel kontrol melebihi 0.05. Dari hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari masalah heterokedastisitas.

4. Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan dengan tujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanyakorelasi antar variabel independen. Ada tidaknya multikolinearitas pada suatu model dapat dilihat dari nilai *Tolerance* (T) dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika nilai $T \leq 0.10$ dan $VIF \geq 10$ berarti dalam model tersebut terdapat masalah multikolinearitas dan jika nilai $T \geq 0.10$ dan $VIF \leq 10$ maka dalam model tersebut tidak terdapat multikolinearitas. Nilai T dan VIF hasil regresi penelitian ini terdapat dalam tabel berikut ini:

Tabel 5.3
Hasil Uji Multikolinearitas

NCSKEW			DUVOL			Hasil
Model	T	VIF	Model	T	VIF	
CSR	.850	1.177	CSR	.850	1.177	Non Multikolinearitas
CTV	.802	1.247	CTV	.802	1.247	
PR	.667	1.499	PR	.667	1.499	
MB	.526	1.902	MB	.526	1.902	
FS	.583	1.716	FS	.583	1.716	
STVOL	.810	1.235	STVOL	.810	1.235	
LEV	.779	1.283	LEV	.779	1.283	
ROA	.459	2.181	ROA	.459	2.181	
M	.612	1.633	EM	.612	1.633	

(Hasil olah data, 2017)

Hasil perhitungan pada tabel 5.3 dapat dilihat bahwa pada kedua indikator tidak terdapat variable yang memiliki nilai T lebih kecil dari 0.1 atau VIF lebih besar dari 10. Dengan demikian berarti dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas antar variabel-variabel independennya.

5.1.3 Hasil Uji Hipotesis

1. Uji T

Uji regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda yang berfungsi untuk menganalisis seberapa jauh hubungan variabel independen dengan variabel dependennya. Regresi berganda dilakukan untuk mengetahui hubungan antara tanggung jawab sosial perusahaan dengan resiko *crash* harga saham perusahaan. Dari hasil pengolahan data dengan menggunakan SPSS didapatkan hasil seperti berikut ini:

Tabel 5.4
Ringkasan Hasil Uji Regresi Berganda

Variabel	NCSKEW			DUVOL		
	B	T hitung	Sig.	B	T hitung	Sig.
CSR	-.206	-.833	.406	-.011	-.258	.797
PR	-92.843	-9.513	.000***	-9.598	-5.533	.000***
MB	.172	.901	.369	.042	1.247	.214
FS	64.085	1.407	.161	7.125	.880	.380
STVOL	-8.941	-2.728	.007**	-.986	-1.693	.092*
LEV	.284	.857	.393	-.023	-.393	.695
EM	.244	.141	.888	-.030	-.098	.922
ROA	8.991	1.907	.058*	.406	.485	.628
CTV	-.042	-.478	.633	.028	1.822	.070*
* ($\alpha = 0.1$) ** ($\alpha = 0.05$) *** ($\alpha = 0.01$)				* ($\alpha = 0.10$) ** ($\alpha = 0.05$) *** ($\alpha = 0.01$)		
R= 0.642 R ² = 0.412				R= 0.446 R ² = 0.199		

(Sumber: Hasil olah data, 2017)

Persamaan regresi yang didapatkan dari hasil perhitungan pada tabel 5.4 adalah sebagai berikut, untuk indikator NCSKEW:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR} + \beta_2 \text{CTV} + \beta_3 \text{PR} + \beta_4 \text{MB} + \beta_5 \text{FS} + \beta_6 \text{STVOL} + \beta_7 \text{LEV} + \beta_8 \text{ROA} + \beta_9 \text{EM} + \varepsilon$$

$$Y = -2.974 - 0.206X - 0.042K_1 - 92.843K_2 + 0.172K_3 + 64.085K_4 - 8.941K_5 + 0.284K_6 + 8.8991K_7 + 0.244K_8$$

Persamaan regresi yang didapatkan dari hasil perhitungan pada tabel 5.4 adalah sebagai berikut, untuk indikator DUVOL:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR} + \beta_2 \text{CTV} + \beta_3 \text{PR} + \beta_4 \text{MB} + \beta_5 \text{FS} + \beta_6 \text{STVOL} + \beta_7 \text{LEV} + \beta_8 \text{ROA} + \beta_9 \text{EM} + \varepsilon$$

$$Y = -0.249 - 0.011X + 0.028K_1 - 9.598K_2 + 0.042K_3 + 7.125K_4 - 0.986K_5 - 0.023K_6 + 0.406K_7 - 0.030K_8$$

Berdasarkan tabel 5.4, dapat diketahui bahwa variabel CSR tidak memiliki hubungan signifikan terhadap resiko *crash* harga saham perusahaan berdasarkan nilai signifikansi variabel CSR terhadap indikator NCSKEW yang bernilai sebesar 0.203 dengan T-hitung -0.833 dan nilai signifikansi variabel CSR terhadap indikator DUVOL yang bernilai sebesar 0.399 dengan T-hitung sebesar -0.258. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian ini menerima H_0 bahwa tidak terdapat pengaruh antara pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dengan *company stock price crash risk* dan menolak H_a bahwa terdapat pengaruh antara CSR dan resiko *Crash* pada perusahaan.

Selain itu terdapat 8 variabel kontrol didalam penelitian ini yaitu *past returns*, *market-to-book ratio*, *firm size*, *profitability*, *earning management*, *change in trading volume*, *stock volatility*, dan *financial leverage*. Dari kedelapan variabel tersebut, untuk indikator NCSKEW hanya 3 variabel yang berpengaruh signifikan dalam peran tanggung jawab sosial perusahaan terhadap resiko *crash* saham perusahaan yaitu *past returns* dengan nilai signifikansi 0.000 (lebih kecil dari $\alpha=0.05$) dan T-hitung -9.513, *stock volatility* dengan signifikansi 0.007 (lebih kecil dari $\alpha=0.05$) dan T-hitung -2.728, ROA dengan signifikansi 0.058 (lebih kecil dari $\alpha=0.10$) dan T-hitung 1.907 .

Pada indikator DUVOL juga terdapat 3 variabel kontrol yang berpengaruh signifikan dalam peran tanggung jawab sosial perusahaan terhadap resiko *crash* saham perusahaan yaitu *past return* dengan nilai signifikansi sebesar 0.000 (lebih kecil dari $\alpha=0.05$) dan T-hitung sebesar -5.533, *stock volatility* dengan signifikansi 0.092 (lebih kecil dari $\alpha=0.10$) dan T-hitung -1.693, CTV dengan signifikansi 0.07 (lebih kecil dari $\alpha=0.10$) dan T-hitung 1822.

Besarnya nilai koefisien R^2 (R Square) untuk indikator NCSKEW sebesar 0.412 (41,2%) berarti bahwa 41.2% variasi NCSKEW dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel independen (*CSR, past returns, market-to-book ratio, firm size, profitability, earning management, change in trading volume, stock volatility, dan financial leverage*) sedangkan sebesar 58.8 persen dijelaskan oleh sebab-sebab lainnya diluar model. Sedangkan untuk indikator DUVOL memiliki R^2 sebesar 0.199 (19,9%). Hal tersebut berarti bahwa 19.9% variasi DUVOL dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel independen (*CSR, past returns, market-to-book ratio, firm size, profitability, earning management, change in trading volume, stock volatility, dan financial leverage*), sedangkan sebesar 80.1% dijelaskan oleh sebab-sebab lainnya diluar model. Nilai R^2 NCSKEW (41.2%) lebih besar dari DUVOL (19,9%) menunjukkan bahwa variasi variabel independen pada penelitian ini lebih bisa menjelaskan keadaan disaat resiko *crash* harga suatu saham dipengaruhi oleh return mingguan yang ekstrim.

2. Uji F

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independen yang dimasukkan kedalam model memiliki pengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel dependen. Uji F dilakukan untuk melihat apakah semua variabel bebas yang terdiri dari *CSR, past returns, market-to-book ratio, firm size, profitability, earning management, change in trading volume, stock volatility, dan financial leverage* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen *company stock price crash risk*. Uji F dilakukan dengan membandingkan F hitung dengan F tabel, apabila F hitung lebih besar daripada F tabel maka H_0 ditolak dan H_A diterima. Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 5.5
Ringkasan Hasil Uji F

Hipotesis	Nilai
$H_0: \beta_I = 0$ (tidak terdapat pengaruh antara pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan, dengan <i>company stock price crash risk</i>)	$\alpha = 0.05$ sig. = 0.000 F hitung (NCSKEW) = 16.566
$H_a: \beta_I \neq 0$ (terdapat pengaruh antara pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan, dengan <i>company stock price crash risk</i>)	F hitung (DUVOL) = 5.877 F tabel = 5.19

(Sumber: Hasil olah data, 2017)

Berdasarkan tabel 5.5, dari $df_1=9$ dan $df_2=213$ ditemukan F tabel dengan nilai sebesar 5.19. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat dilihat bahwa pada F hitung lebih besar daripada F tabel pada kedua indikator variabel dependen *company stock price crash risk* yaitu NCSKEW ($16.566 > 5.19$) dan DUVOL ($5.877 > 5.19$). Pada hasil uji simultan ini dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya terdapat pengaruh secara simultan antara pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dengan *company stock price crash risk*.

5.2 Pembahasan Hasil Penelitian

Adanya resiko *crash* pada saham perusahaan dapat ditimbulkan karena kurangnya transparansi informasi yang disebabkan manajer menyembunyikan dan mengakumulasi *bad news* (Hutton *et al.*, 2009; Kim dan Zhang, 2010; Kim *et al.*, 2011). *Bad news* yang terus menerus terkumpul akan menyebabkan harga saham dinilai jauh diatas harga sebenarnya (*overvalued*) dan ketika *bad news* terilis ke pasaran, hal tersebut akan menyebabkan harga saham mengalami *crash* atau jatuh secara tiba-tiba (Kim *et al.*, 2011).

Manager dapat menyembunyikan *bad news* dengan mengalihkan perhatian *stakeholder* dan investor dari keberadaan *bad news* itu sendiri. Hal tersebut sesuai dengan teori agensi, yaitu ketika manajer sebagai agen menahan informasi atau tidak transparan dalam mengungkapkan informasi yang seharusnya disampaikan kepada principal (Kim *et al.*, 2014). Kim *et al.* (2014) berpendapat bahwa perusahaan yang menjunjung tanggung jawab sosial dan standar etika yang tinggi tidak akan terlibat dalam perilaku menyimpang seperti penumpukan dan menyembunyikan *bad news*.

Perusahaan yang memiliki standar etika yang tinggi merupakan perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial dan memiliki tingkat transparansi informasi yang tinggi pula (Kim *et al.*, 2012). Disisi lain terdapat kekhawatiran bahwa pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dapat merupakan bentuk lain masalah keagenan dalam perusahaan dan CSR dapat digunakan untuk menutupi perilaku menyimpang manajer (Friedman, 1970; Sun *et al.*, 2010; Scholtens dan Kang, 2013). Selain itu terdapat juga kekhawatiran bahwa pengungkapan tanggung jawab sosial dapat mengalihkan perhatian investor dari *bad news* dan dapat menyebabkan investor teralihkan dari resiko *crash* pada saham perusahaan yang tinggi (Kim *et al.*, 2014).

Berdasarkan hasil penelitian ini, ditemukan bahwa kegiatan pengungkapan tanggung jawab sosial oleh perusahaan dengan variabel kontrol *past returns*, *market-to-book ratio*, *firm size*, *profitability*, *earning management*, *change in trading volume*, *stock volatility*, dan *financial leverage* tidak memiliki pengaruh terhadap besarnya resiko *crash* harga saham perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim *et al.* (2014) yang menemukan bahwa

adanya pengaruh mitigasi pada CSR dengan resiko jatuhnya harga saham pada perusahaan-perusahaan yang ditelitinya.

Walaupun hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang diteliti memiliki resiko *crash* yang rendah dengan kinerja pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan yang cukup baik, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja pelaporan CSR suatu perusahaan tidak mempengaruhi tingkat resiko *crash* harga saham perusahaan tersebut. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa manajer tidak menggunakan kinerja tanggung jawab sosial perusahaan untuk mengalihkan perhatian stakeholder dari *bad news* yang ada. Namun, hal tersebut bukan berarti perusahaan tidak berkemungkinan untuk memiliki masalah agensi atau manajer tidak menyembunyikan *bad news* dari *stakeholder*.

Seperti yang ditemukan oleh beberapa penelitian bahwa aktifitas dan kinerja tanggung jawab sosial sebuah perusahaan berpengaruh terhadap harga saham dan kinerja pasar mereka (Becchetti *et al.*, 2012; Hill *et al.*, 2007), namun hasil dari penelitian ini menemukan kinerja tanggung jawab sosial suatu perusahaan tidak dapat menggambarkan kondisi perusahaan tersebut, sehingga investor tidak dapat menggunakan kinerja tanggung jawab sosial sebuah perusahaan untuk menilai prospek perusahaan kedepannya.

Tidak ada bukti akan adanya hubungan antara tanggung jawab sosial perusahaan dan resiko *crash* harga saham perusahaan pada penelitian ini, namun penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang menjalankan tanggung jawab sosial juga memiliki resiko *crash* pada harga saham yang rendah. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pengungkapan tanggung jawab sosial disini hanya menunjukkan bahwa

perusahaan telah menjalankan kewajiban pertanggung jawaban mereka terhadap lingkungan dan sosial, namun tidak menggambarkan kondisi internal perusahaan. Sesuai dengan penelitian Daniri (2008) bahwa dengan diwajibkannya pelaksanaan dan pelaporan CSR di Indonesia maka akibat kebijakan tersebut membuat perusahaan pengungkapan CSR hanya menjadi sebuah tanggung jawab legal dan bukannya atas kesadaran, pilihan, dan kemauan bertindak.

Jika ditinjau lebih jauh dengan kondisi di Indonesia dan dikaitkan dengan penerapan CSR di Indonesia, dapat mengacu kepada undang-undang yang mengatur pengungkapan CSR. Seperti yang tercantum pada UU no. 40 Tahun 2007 tentang perseroan terbatas yang mensyaratkan perusahaan yang menjalankan usahanya di bidang sumber daya alam wajib melaksanakan tanggung jawab sosial dan lingkungan (pasal 74 paragraf 1) dan perusahaan wajib melaporkan pelaksanaan tanggung jawab sosial dan lingkungan (pasal 66 paragraf 2), hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa pelaksanaan tanggung jawab sosial dan lingkungan di Indonesia baru sebatas pelaporan yang diwajibkan dan disyaratkan dalam undang-undang. Sejalan dengan penelitian ini, Daniri (2008) mengatakan bahwa yang mungkin terjadi dari aktifitas CSR dengan regulasi demikian adalah mengarahkan program tersebut kepada formalitas pemenuhan kewajiban yang terlihat sebatas basa-basi.

Perusahaan baru menggunakan laporan CSR sebagai pelengkap laporan tahunan mereka namun CSR sendiri belum koeksis dengan visi dan misi perusahaan. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa, Investor belum dapat mempertimbangkan laporan CSR kedalam analisis mereka. Hal tersebut karena peran pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan di Indonesia belum maksimal, sejalan dengan

penelitian Daniri (2008) bahwa CSR belum menjadi satu dengan visi misi perusahaan. Menurut Daniri (2008), perusahaan menganggap bahwa biaya pelaksanaan CSR akan mengurangi keuntungan, padahal seperti dalam Hill *et al.*(2007) jika kegiatan tanggung jawab sosial dilakukan dalam jangka pendek (3-5 tahun) memang belum dapat terlihat dampaknya pada nilai saham perusahaan, namun ketika telah dilakukan dalam jangka panjang (10 tahun lebih) maka perusahaan yang berkomitmen terhadap praktek CSR akan mengalami kenaikan saham yang signifikan dan dapat menciptakan sebuah *value* bagi perusahaan tersebut.

Sedangkan untuk variabel lainnya yang terlibat yaitu *past returns, market-to-book ratio, firm size, profitability, earning management, change in trading volume, stock volatility, dan financial leverage*. Hasil penelitian menemukan bahwa *past return, stock volatility, change in trading volume* dan *profitability* memiliki peran dalam perubahan tingkat resiko jatuhnya harga saham pada perusahaan.

Penelitian ini menemukan bahwa semakin tinggi *past return* akan menyebabkan semakin rendahnya resiko *crash* dari suatu perusahaan. Chen *et al.* (2001) dan Kim *et al.* (2014) berpendapat bahwa tingginya *past return* dapat mengindikasikan adanya penumpukan informasi yang ditahan oleh manajemen (*bad news*) yang akhirnya dapat menyebabkan harga saham mengalami *crash* begitu berita tersebut terilis ke pasaran. Namun demikian, Chen *et al.* (2001) menyatakan bahwa semakin tinggi *past return* maka *skewness* akan semakin negatif dan menyebabkan tingginya resiko *crash*, karena adanya penumpukan *bad news* (*bubble theory*). Jika nilai *past return* yang dimiliki oleh suatu perusahaan pada dasarnya rendah, maka indikasinya adalah tidak ada *bad news* yang menumpuk (atau jumlahnya sedikit) dan tidak ada

bubble yang terbentuk. Pada keadaan tersebut tingginya *past return* tidak menandakan tingginya resiko *crash* saham perusahaan. Hal ini juga menjelaskan kenapa resiko *crash* yang dipengaruhi oleh *third moment* cenderung turun lebih banyak daripada resiko *crash* yang tidak terpengaruh *third moment*.

Chen *et al.* (2001) dan Kim *et al.* (2014) dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin tingginya *stock volatility*, maka akan semakin tinggi pula resiko *crash* harga saham perusahaan. Bertolak belakang dengan Chen dan Kim, Hasil penelitian ini menemukan bahwa ketika terjadi kenaikan pada *stock volatility* maka terjadi penurunan pada resiko *crash* harga saham perusahaan. Poterba dan Summers dalam Chen *et al.* (2001) menyatakan bahwa guncangan yang terjadi karena adanya volatilitas harga pada pasar hanya terjadi dalam waktu singkat dan tergantung dari seberapa besar heterogenitas investor. Menurutn Hong dan Stein (1999) Jika perbedaan pendapat terlalu besar, maka terdapat indikasi adanya informasi yang tidak diketahui public. Disaat itu terdapat resiko *crash* saham yang tinggi. Jika perbedaan pendapat tidak terlalu besar maka volatilitas pada pasar hanyalah sebagai “*general occurrence*” dan tidak mengindikasikan resiko *crash* yang tinggi.

Selanjutnya, hasil penelitian ini menemukan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi juga resiko *crash* harga saham suatu perusahaan, khususnya resiko *crash* yang dipengaruhi oleh *third moment* atau return mingguan yang ekstrim. Penelitian ini mendukung penelitian Kim *et al.*(2014) dan sejalan dengan penelitian Brammer *et al*, (2006) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kesadaran sosial dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan dengan memuaskan *stakeholdernya*. Jika pengungkapan tanggung jawab perusahaan digunakan oleh perusahaan untuk mengalihkan perhatian *stakeholder*

dari *bad news*, maka naiknya profitabilitas akan meningkatkan resiko *crash* dari harga saham perusahaan.

Selain profitabilitas, *Change in trading volume* atau perubahan volume trading juga menunjukkan bahwa semakin tinggi perubahan volume trading, maka semakin tinggi pula resiko *crash* harga saham. Hasil penelitian sesuai dengan penelitian Hong dan Stein (2003) serta Chen *et al*, (2001) yang menyatakan bahwa *skewness* negatif sering ditemukan pada saat volume trading tinggi. Semakin tingginya volume trading mengindikasikan terjadinya perbedaan pendapat yang tinggi diantara investor dan menyebabkan akan adanya informasi yang tidak terungkap secara sempurna ke pasar. Hal tersebut akan memperbesar resiko jatuhnya harga saham.

Beberapa faktor selain yang telah disebutkan tidak memiliki hubungan signifikan terhadap resiko jatuhnya saham perusahaan. Faktor yang pertama, Perusahaan yang memiliki *Market-to-book ratio* yang tinggi tidak menyebabkan perusahaan tersebut memiliki resiko jatuh harga saham yang tinggi pula. Bertentangan dengan penelitian Kim *et al*, (2014), ini berarti harga saham biasa perlembar perusahaan tidak *overvalued* sehingga tidak menghasilkan *Market-to-book ratio* yang tinggi, karena harga saham perusahaan yang terlalu tinggi (*overvalued*) merupakan salah satu prediktor resiko *crash* harga saham (Kim *et al.*, 2011).

Selanjutnya *Firm size* atau ukuran perusahaan juga tidak berhubungan dengan perubahan resiko *crash* harga saham perusahaan. Penemuan ini tidak sesuai dengan penelitian Harvey dan Siddique (2000), serta Chen *et al.* (2001) yang menemukan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka akan semakin negatif nilai *skewness* dan memperbesar resiko *crash* harga saham perusahaan. Selain ukuran perusahaan, *Leverage* juga tidak memiliki hubungan signifikan terhadap

resiko *crash* saham perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi nilai *leverage* tidak mengindikasikan semakin tingginya resiko *crash* saham perusahaan dan bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen *et al.*, (2001), Kim *et al.*, (2011), serta Kim *et al.*, (2014). Menurut Hutton *et al.*, (2009) hal ini merefleksikan adanya endogenitas pada pilihan struktur modal perusahaan dimana perusahaan yang lebih stabil (apapun ukuran perusahaannya) dan memiliki resiko *crash* rendah akan lebih mampu membangun tingkat hutang yang lebih tinggi.

Terakhir, hasil penelitian ini menemukan bahwa *earning management* tidak memiliki mempengaruhi resiko *crash* harga saham perusahaan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa manajemen laba yang dilakukan oleh suatu perusahaan belum tentu merupakan suatu hal yang negatif yang dapat merugikan perusahaan tersebut. Prior *et al.*, (2008) menyebutkan bahwa manajer bisa saja mempergunakan kebijakan mereka untuk mengelola laba tanpa melanggar prinsip akuntansi yang berlaku umum. Dalam kaitannya dengan harga saham, manajer dapat melakukan manajemen laba untuk mempengaruhi harga jangka pendek, khususnya pada peristiwa penting seperti *stock issues*. Prior juga menyebutkan bahwa manajer dapat menggunakan kebijakannya untuk mengirim informasi kepada pasar mengenai prospek keuangan perusahaan atau menghapus item-item sementara untuk membantu investor memprediksi laba dan arus kas ekspektasian dengan lebih baik.